

Credit Default Swaps auf Staatsschuldtitel¹

Der Markt für Kreditderivate – Finanzkontrakte, deren Zahlungen von Veränderungen der Kreditqualität eines als Referenz dienenden Vermögenswerts abhängen – ist in den vergangenen Jahren enorm gewachsen. Dem Credit Derivatives Report 2002 der British Bankers' Association zufolge erhöhte sich der ausstehende Nominalwert von Kreditderivaten von \$ 40 Mrd. im Jahr 1996 auf geschätzte \$ 1,2 Bio. Ende 2001, und bis Ende 2004 soll er weiter auf \$ 4,8 Bio. ansteigen.² Der Bericht weist zudem darauf hin, dass einzeladressenbezogene Credit Default Swaps (CDS) etwa 45% des gesamten Marktes für Kreditderivate ausmachen.

Dieses Feature untersucht die Entwicklungen am CDS-Markt. Besonderes Augenmerk gilt dabei den Segmenten, in denen die Referenz-Vermögenswerte Staatsschuldtitel sind. CDS auf Staatsschuldtitel, die sowohl von der Standardisierung der Kontraktgestaltung und der Definitionen in den Jahren 1998 und 1999 als auch von der erfolgreichen Ausübung in den jüngst aufgetretenen Fällen von Zahlungsunfähigkeit profitiert haben, gelten als die liquidesten Kreditderivate in aufstrebenden Volkswirtschaften. Besonders aufgrund ihrer zunehmenden Liquidität haben CDS auf Staatsschuldtitel das Potenzial, die zugrunde liegenden Märkte für Staatsanleihen zu ergänzen und deren Effizienz zu erhöhen.³

Das Feature beginnt mit einer kurzen Darstellung der Funktion und Struktur von CDS. Danach werden die von CreditTrade, einer der grössten Handelsplattformen für Kreditderivate, zur Verfügung gestellten Daten untersucht. Auf dieser Grundlage werden CDS auf Staatsschuldtitel mit CDS auf

¹ Chamaree Suthiphongchai wurde für die Erstellung dieses Features von der Bank of Thailand zur BIZ entsandt. Der Beitrag gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ oder der Bank of Thailand deckt. Die Autoren danken Anna Cobau für ihre wertvolle Unterstützung sowie Jacob Gyntelberg und Haibin Zhu für deren hilfreiche Anmerkungen.

² In einer neueren Umfrage bei etwa 200 Finanzinstituten ermittelte Fitch Ratings (2003) ein derivatbezogenes, effektiv verkauftes Kreditabsicherungsvolumen von rund \$ 1,7 Bio.

³ Obwohl laut einigen Untersuchungen die Geld-Brief-Spannen für Credit Default Swaps auf liquidere staatliche Referenzschuldner 10 bis 20 Basispunkte betragen und im Allgemeinen über den Spannen des Kassamarktes liegen, könnten steigende Handelsvolumina mit der Zeit zu einer Annäherung führen. Eine ausführlichere Analyse findet sich bei Dresdner Kleinwort Wasserstein Research (2002). Für frühere Untersuchungen zu diesem Thema s. J.P. Morgan (2001).

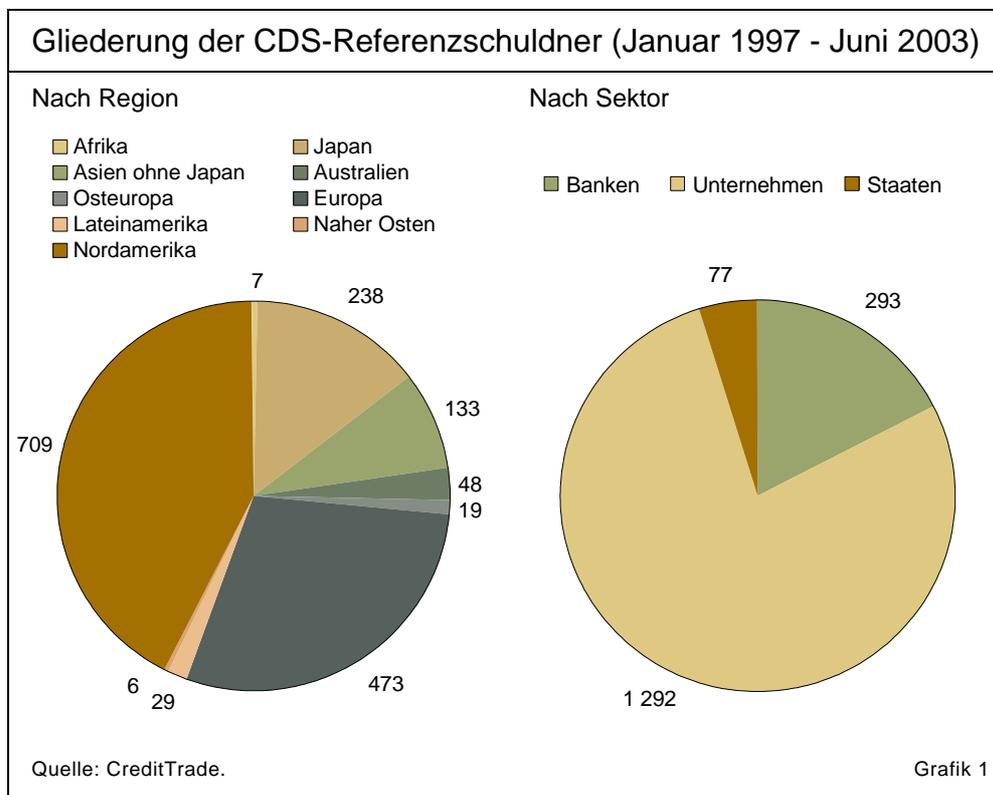
Unternehmens- und Bankschuldtitel verglichen, und zwar in Bezug auf verschiedene Aspekte wie die Konzentration der Notierungen nach Referenzschuldner, die Gliederung nach Bonität, die Laufzeit und die Preisgestaltung.

Hintergrundinformationen und Datenquelle

CDS sind Absicherungskontrakte gegen Kreditrisiken, bei denen sich eine Partei verpflichtet, im Austausch für periodisch erfolgende Prämienzahlungen im Fall des Eintretens eines im Vorhinein definierten Kreditereignisses eine Ausgleichszahlung zu leisten. Der CDS-Markt ermöglicht es dem Käufer einer Kreditabsicherung, seine Kreditrisikokonzentration und das aufsichtsrechtliche Eigenkapital zu verringern, ohne dass dabei seine Kundenbeziehungen beeinträchtigt werden. Der Verkäufer der Kreditabsicherung erhält die Möglichkeit, ein Kreditrisiko über einen individuell gestalteten Zeitraum einzugehen und dabei ein Einkommen zu erzielen, ohne für seine Position Finanzmittel bereitstellen zu müssen.

Die Absprachen zur Preisgestaltung für CDS sehen eine Notierung der jährlichen Prämienzahlung als prozentualen Anteil am Nominalwert des Referenz-Schuldtitels vor. Unter bestimmten Bedingungen sollte die CDS-Prämie annähernd der Kreditspanne (Rendite minus risikofreier Zinssatz) der Referenzanleihe mit gleicher Laufzeit entsprechen. Empirische Untersuchungen bestätigen diese Behauptung und legen die Vermutung nahe, dass die CDS-Prämie den Spread gegenüber Dollar-Swapsätzen genauer abbildet als gegenüber US-Schatzpapierrenditen.⁴

Die CDS-Datenbank enthält datierte Prämiennotierungen ...



⁴ S. beispielsweise die Erörterungen von Zhu (2003) und Hull et al. (2003).

... und andere
Merkmale des
Referenz-
Vermögenswerts

Die wichtigste Datenquelle für dieses Feature ist CreditTrade, ein führender Broker im Handel mit Krediten und Kreditderivaten. Die Datenbank „Market Prices“ dieses Unternehmens beinhaltet sowohl Geld- und Briefkurse von CDS-Brokern und -Händlern als auch andere Merkmale der Notierung und des Referenz-Vermögenswerts. So enthält sie für jede Notierung zusätzlich zum Preis (Prämie) in Basispunkten den Referenzschuldner, den Nominalwert und die Seniorität des Referenz-Vermögenswerts. Ferner unterscheidet sie, ob es sich um einen Geld- oder Briefkurs handelt, und gibt Aufschluss über den Zeitpunkt der Notierung, die Bonitätseinstufung sowohl von Moody's als auch von Standard & Poor's, die Laufzeit und die Art der Umschuldungsklausel.

Des Weiteren erfasst die Datenbank Notierungen, auf deren Basis tatsächlich Geschäfte über das Handelssystem abgewickelt wurden. Diese sind nicht sehr zahlreich. So standen 2002 den Notierungen nur 6% tatsächliche Geschäftsabschlüsse gegenüber. Dennoch sind die Notierungen mehr als nur ein Anhaltspunkt, da sie nach Eingabe für die Teilnehmer bindend sind. Im Folgenden werden sämtliche eingegebenen Notierungen zur Messung der Marktaktivität verwendet.

Im Hinblick auf die zeitliche und geografische Reichweite umfasst die Datenbank den Zeitraum von Januar 1997 bis Juni 2003 und enthält etwas mehr als 400 000 Notierungen auf Referenztitel von 1 662 verschiedenen Schuldner aus aller Welt, nämlich 1 292 Unternehmen, 293 Banken und 77 Staaten (Grafik 1).

Wachstum und Marktentwicklung

In Tabelle 1 wird die Gesamtzahl der pro Jahr in die Datenbank eingegebenen CDS-Notierungen dargestellt, geordnet nach der Kategorie des Referenztitels (Unternehmen, Banken oder Staaten). Die Zunahme der Notierungen insgesamt ist offensichtlich nach wie vor sehr hoch; sie betrug 124% im Jahr 2001

Anzahl Notierungen nach CDS-Kategorie							
Kategorie	Anzahl Notierungen						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ¹
Unternehmen	196	1 892	11 726	22 538	55 679	102 039	88 817
Banken	394	2 715	8 021	6 854	16 844	25 490	8 615
Staaten	771	2 283	8 169	8 133	11 535	10 124	7 844
Insgesamt	1 361	6 890	27 916	37 525	84 058	137 653	105 276
	Veränderung der Anzahl Notierungen und Geschäftsabschlüsse gegenüber Vorjahr in %						
Unternehmen	.	865,3	519,8	92,2	147,0	83,3	96,9
Banken	.	589,1	195,4	-14,5	145,8	51,3	-50,5
Staaten	.	196,1	257,8	-0,4	41,8	-12,2	48,2
Insgesamt	.	406,2	305,2	34,4	124,0	63,8	52,9

¹ Erstes Halbjahr; Veränderung gegenüber dem ersten Halbjahr 2002.

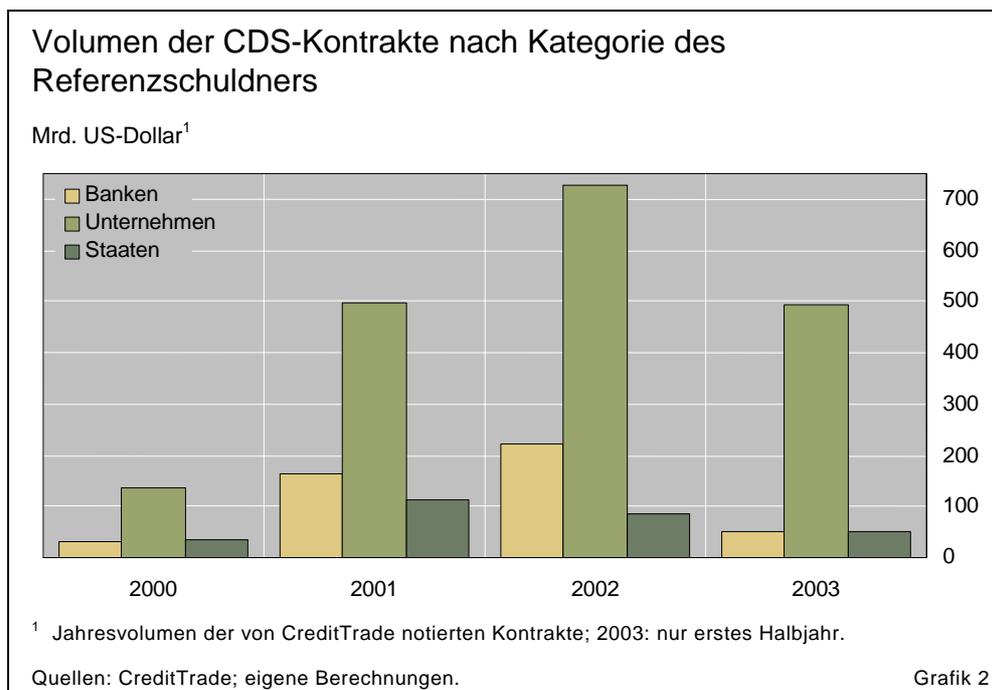
Quelle: CreditTrade. Tabelle 1

und 63,8% im Jahr 2002. Auch im ersten Halbjahr 2003 stieg die Gesamtzahl der Notierungen von CDS im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um nahezu 53%.

Innerhalb des CDS-Marktes machen Notierungen von CDS auf Staatsschuldtitel einen vergleichsweise geringen Anteil aus. Hierin spiegelt sich teilweise die weitaus kleinere Zahl gehandelter Namen wider. So betrug der Anteil der Notierungen von CDS auf Staatsschuldtitel an den Gesamtnotierungen 2002 und im bisherigen Jahresverlauf 2003 etwa 7,4%. Im gleichen Zeitraum machten CDS auf Unternehmenstitel mit 78,6% den Grossteil der Notierungen aus, während CDS auf von Banken emittierte Titel einen Anteil von etwa 14% hatten. Trotzdem ergibt sich bei den CDS auf Staatsschuldtitel eine höhere durchschnittliche Anzahl Notierungen pro Referenzschuldner als in den anderen Kategorien. Dies lässt auf eine höhere Konzentration des Geschäfts auf staatliche Schuldner schliessen (s. weiter unten).

Notierungen von CDS auf Staatsschuldtitel zahlenmässig relativ gering, aber konzentriert

Zwar nahmen die Notierungen von CDS auf Staatsschuldtitel durchweg in geringerem Masse zu als die Notierungen von CDS auf Unternehmensschuldtitel, sie verzeichneten jedoch im ersten Halbjahr 2003 einen kräftigen Zuwachs von 48,2% gegenüber dem Vorjahreszeitraum und erholten sich damit deutlich von dem Geschäftsrückgang 2002. Dieser Rückgang war zu mehr als einem Drittel darauf zurückzuführen, dass der argentinische Staat nach seiner Zahlungsunfähigkeit Ende 2001 als Referenzschuldner ausfiel. Im Übrigen war eine Abnahme des Geschäfts in Bezug auf asiatische Referenzschuldner wie zum Beispiel China, Korea und Thailand wesentlich für den Rückgang verantwortlich. Im Laufe des Jahres 2003 allerdings stabilisierte sich dieses Geschäft wieder, während das Geschäft in Bezug auf andere lateinamerikanische Schuldner, wie etwa Brasilien und Mexiko, weiter zunahm.



Stärkere reale
Zunahme von CDS
auf Staatsschuld-
titel als von CDS
auf Bankschuld-
titel

Bei der Entwicklung des gesamten *Volumens* der notierten CDS-Kontrakte ist ein ähnliches Muster festzustellen (Grafik 2). Das Volumen wird hier definiert als die Summe der vorhandenen Notierungen, multipliziert mit dem Nominalwert des Referenz-Schuldtitels. Bei CDS auf Staatsschuld-
titel erhöhte sich das Volumen im ersten Halbjahr 2003 im Vergleich zum Vorjahreszeit-
raum, wenn auch in geringerer Masse als bei den CDS auf Unternehmens-
schuld-
titel. Dagegen entwickelte sich das Volumen der CDS auf Staatsschuld-
titel deutlich besser als das von CDS auf Schuld-
titel von Banken, das im
Vorjahresvergleich abnahm.

Die Konzentration der Notierungen auf einzelne Namen ist bei den CDS
auf Staatsschuld-
titel im Verhältnis zum Unternehmenssektor sehr ausgeprägt.
Die fünf führenden Referenzschuldner – Brasilien, Mexiko, Japan, die Philippin-
en und Südafrika – erreichen zusammen einen Anteil von mehr als 40% der
verzeichneten Notierungen von CDS auf Staatsschuld-
titel. Zählt man Kolumbien und China hinzu, erhöht sich der Anteil auf über 50% (Tabelle 2). In der
Kategorie der Unternehmen dagegen vereinigen die wichtigsten fünf Namen
nur 7,7% aller Notierungen von CDS auf Unternehmensschuld-
titel bei
CreditTrade auf sich.

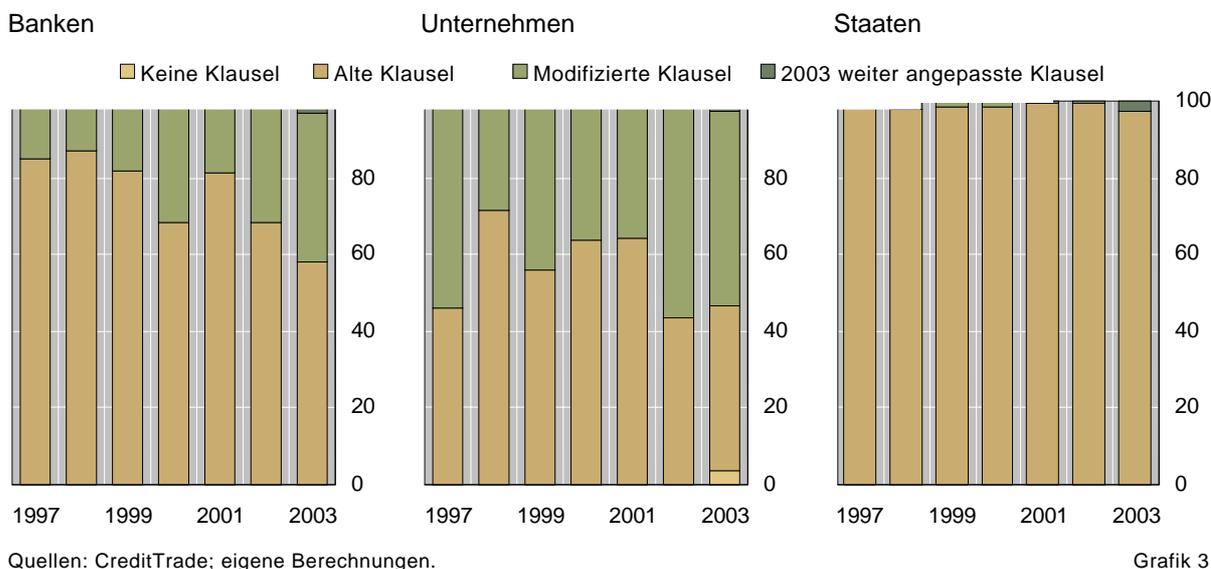
Die Konzentration auf Namen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften
bei den CDS auf Staatsschuld-
titel stimmt im Wesentlichen mit der Zusammen-
setzung des TRAC-X Emerging Markets, des neuen Credit-Default-Swap-Index
von J.P. Morgan Chase und Morgan Stanley, überein. So beträgt beispiels-
weise die Gewichtung der drei führenden Namen im TRAC-X-Index

Konzentration der Notierungen von CDS auf Staatsschuld- titel										
Name	Anzahl Notierungen					Prozent	Durchschnittliches Rating ¹			
	2000	2001	2002	2003	Total		2000	2001	2002	2003
Brasilien	1 080	1 352	1 293	868	4 593	12,2	B+	B+	B	B
Mexiko	748	1 010	1 644	933	4 335	11,5	BBB-	BBB-	BBB	BBB
Japan	418	1 062	628	205	2 313	6,1	AA+	AA-	A+	A+
Philippinen	821	740	436	209	2 206	5,9	BB+	BB+	BB+	BB
Südafrika	94	518	717	683	2 012	5,3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB
Kolumbien	93	345	801	556	1 795	4,8	BB	BB	BB	BB
China	743	672	140	62	1 617	4,3	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Korea	533	636	138	287	1 594	4,2	BBB	BBB	A-	A-
Polen	329	388	406	420	1 543	4,1	BBB+	BBB+	A-	A-
Venezuela	155	521	497	319	1 492	4,0	B	B+	B	B
Türkei	146	471	475	380	1 472	3,9	B+	B	B-	B-
Malaysia	302	685	256	85	1 328	3,5	BBB	BBB	BBB+	BBB+
Argentinien	851	461	0	6	1 318	3,5	B+	.	.	.
Thailand	494	562	121	37	1 214	3,2	BB-	BBB-	BBB-	BBB-
Russland	16	395	365	377	1 153	3,1	B-	B-	BB	BB
Sonstige Länder	1 310	1 717	2 207	2 417	7 651	20,3	.	.	.	.
Aufstrebende										
Märkte insgesamt	7 523	10 283	9 218	7 053	34 077	90,5	.	.	.	.
Insgesamt	8 133	11 535	10 124	7 844	37 636	100,0	.	.	.	.

¹ Jahresenddurchschnitt der Ratings von Moody's und Standard & Poor's für CreditTrade-Transaktionen. Tabelle 2

CDS-Kontrakte nach Umschuldungsklausel

In Prozent der Gesamtzahl der Kontrakte



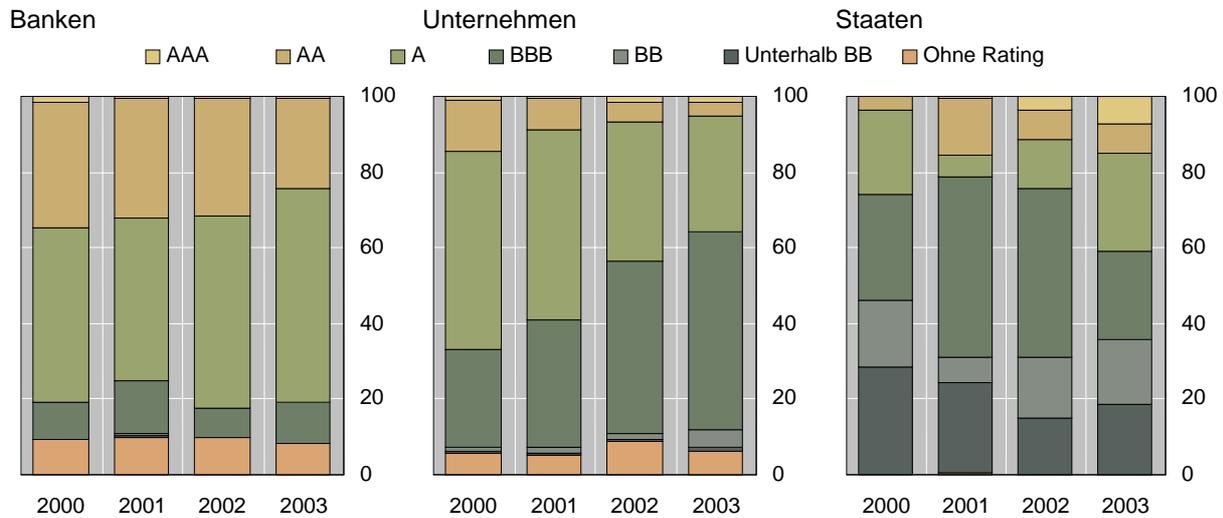
– Mexiko, Russland und Brasilien – etwas mehr als 37%, während die 2003 bei CreditTrade am häufigsten notierten staatlichen Schuldernamen – Mexiko, Brasilien und Südafrika – in dem Jahr einen Anteil von mehr als 35% erreichen. Zwar liegt der Anteil der Notierungen auf Schuldtitel von Staaten ausserhalb der aufstrebenden Volkswirtschaften unter 10% der Gesamtnotierungen auf Staatsschuldtitel. Ein Land, das in der von CreditTrade zur Verfügung gestellten Datenmenge als Referenzschuldner über eine beträchtliche Präsenz verfügt, ist jedoch Japan. So betrug der Anteil von CDS auf japanische Staatsanleihen in den Jahren 2000 bis 2003 mehr als 6% aller bei CreditTrade verzeichneten Notierungen auf Staatsschuldtitel.

Im Gegensatz zu den CDS auf Schuldtitel von Banken und Unternehmen unterliegt die überwiegende Mehrheit der ausstehenden CDS auf Staatsschuldtitel weiterhin der alten Umschuldungsklausel der ISDA Credit Derivatives Definitions aus dem Jahr 1999 (Grafik 3). Bei CDS-Kontrakten auf nicht staatliche Schuldtitel, die unter dieser Klausel abgefasst worden waren, hatte es mehrere Fälle gegeben, wo Käufer einer Kreditabsicherung eine Kompensation gefordert hatten, die die tatsächlich erlittenen Verluste überstieg. Diese ungerechtfertigten Forderungen führten zu einer Modifizierung der Umschuldungsklausel im Jahr 2001 (mit weiteren Anpassungen im Jahr 2003). Während viele Verkäufer von Kreditabsicherungen die neue Klausel in CDS-Kontrakte auf Schuldtitel von Unternehmen und Banken übernahmen, war dies bei CDS auf Staatsschuldtitel anscheinend weniger der Fall. Dies liegt offenbar an der allgemeinen Überzeugung, dass es im Falle von CDS auf Staatsschuldtitel höchst selten zu einer Umschuldung kommt, wenn nicht eine wirkliche Verschlechterung der Finanzlage vorliegt. Bei den meisten CDS auf Staatsschuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften bezieht sich die Definition eines Kreditereignisses und der lieferbaren Schuldtitel auf die zugrunde liegenden

CDS auf Staatsschuldtitel stützen sich auf die alte Umschuldungsklausel

CDS-Volumen nach Bonität

In Prozent des Gesamtvolumens



Quellen: CreditTrade; eigene Berechnungen.

Grafik 4

Anleihen, und eine opportunistische Umschuldung wird bei weit gestreuten Anleihen als schwerer durchführbar eingestuft.

Staatliche Referenz-Vermögenswerte für CDS zumeist mit geringerer Bonität ...

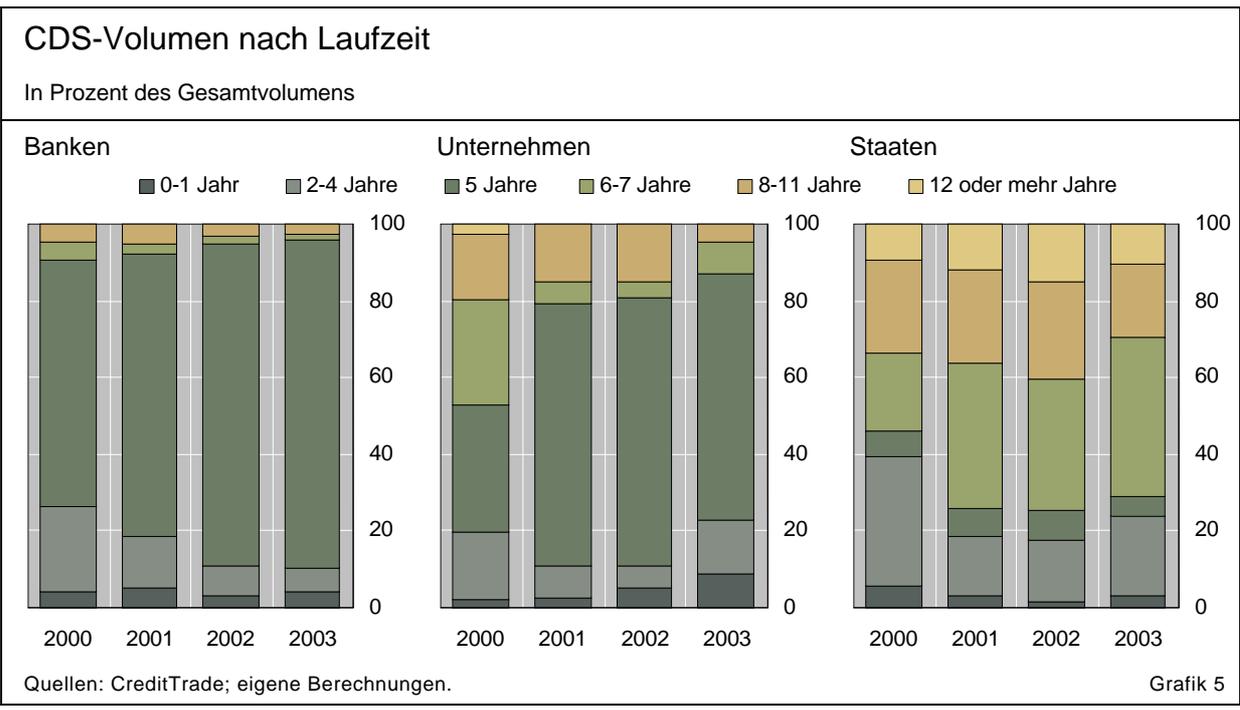
Die Staatsschuldtitel, auf die sich die CDS beziehen, weisen gewöhnlich eine geringere Bonität auf als die Schuldtitel der übrigen CDS-Kategorien. Grafik 4 verdeutlicht für die drei Kategorien von Referenz-Vermögenswerten die Zusammensetzung des CDS-Volumens nach Bonität.⁵ Knapp 40% der Staatsschuldtitel, die als Referenz für CDS fungieren, sind unterhalb der Anlagequalität eingestuft (BB und schlechter), weit mehr als bei den Referenz-Vermögenswerten der Kategorien Unternehmen und Banken. Auch der Anteil der Referenztitel mit der hohen Bonitätseinstufung AAA bzw. AA liegt bei CDS auf Staatsschuldtitel mit 10-15% tiefer als in der Kategorie Banken (20%). Allerdings liegt er über dem entsprechenden Anteil in der Kategorie Unternehmen.⁶

... und kürzerer Laufzeit

Die Laufzeit staatlicher Referenz-Vermögenswerte von CDS ist tendenziell U-förmig verteilt, d.h. es gibt mehr kurzfristige wie auch langfristige Referenztitel als in der Kategorie Unternehmen (Grafik 5). So haben zum Beispiel 30-40% der notierten Staatsschuldtitel eine Laufzeit von mehr als acht Jahren, gegenüber weniger als 20% bei den Unternehmen und weniger als 10% bei

⁵ Besitzt der Referenz-Schuldtitel unterschiedliche Bonitätseinstufungen von Moody's und Standard & Poor's, wird der Durchschnittswert herangezogen.

⁶ Bei Referenz-Vermögenswerten mit Anlagequalität hat der Bonitätsunterschied zwischen CDS auf Staatsschuldtitel und CDS auf Unternehmensschuldtitel in den vergangenen Jahren offensichtlich zugenommen. Bei den Unternehmen hat sich eine leichte Verlagerung hin zu Referenz-Vermögenswerten mit geringerer Anlagequalität (d.h. A und BBB) vollzogen. Hingegen wurden in den vergangenen Jahren erstmals sehr hoch eingestufte staatliche Adressen wie etwa Deutschland, Frankreich und Italien notiert. Diese Entwicklung hat die Bonitätsverschlechterung Japans von AA auf A im Jahr 2002 ausgeglichen.



den Banken. Mit Ausnahme von 2003 lag auch die Zahl der Notierungen auf Referenz-Vermögenswerte mit kurzer Laufzeit (d.h. vier Jahre oder darunter) für Staaten gewöhnlich höher als für Unternehmen oder Banken. Dies ist mit dem in der Datenmenge vergleichsweise hohen Anteil von Staaten mit einer niedrigeren Kreditqualität vereinbar, die vielfach nur Schuldtitel mit kurzer Laufzeit emittieren können.

Prämien für CDS auf Staatsschuldtitel

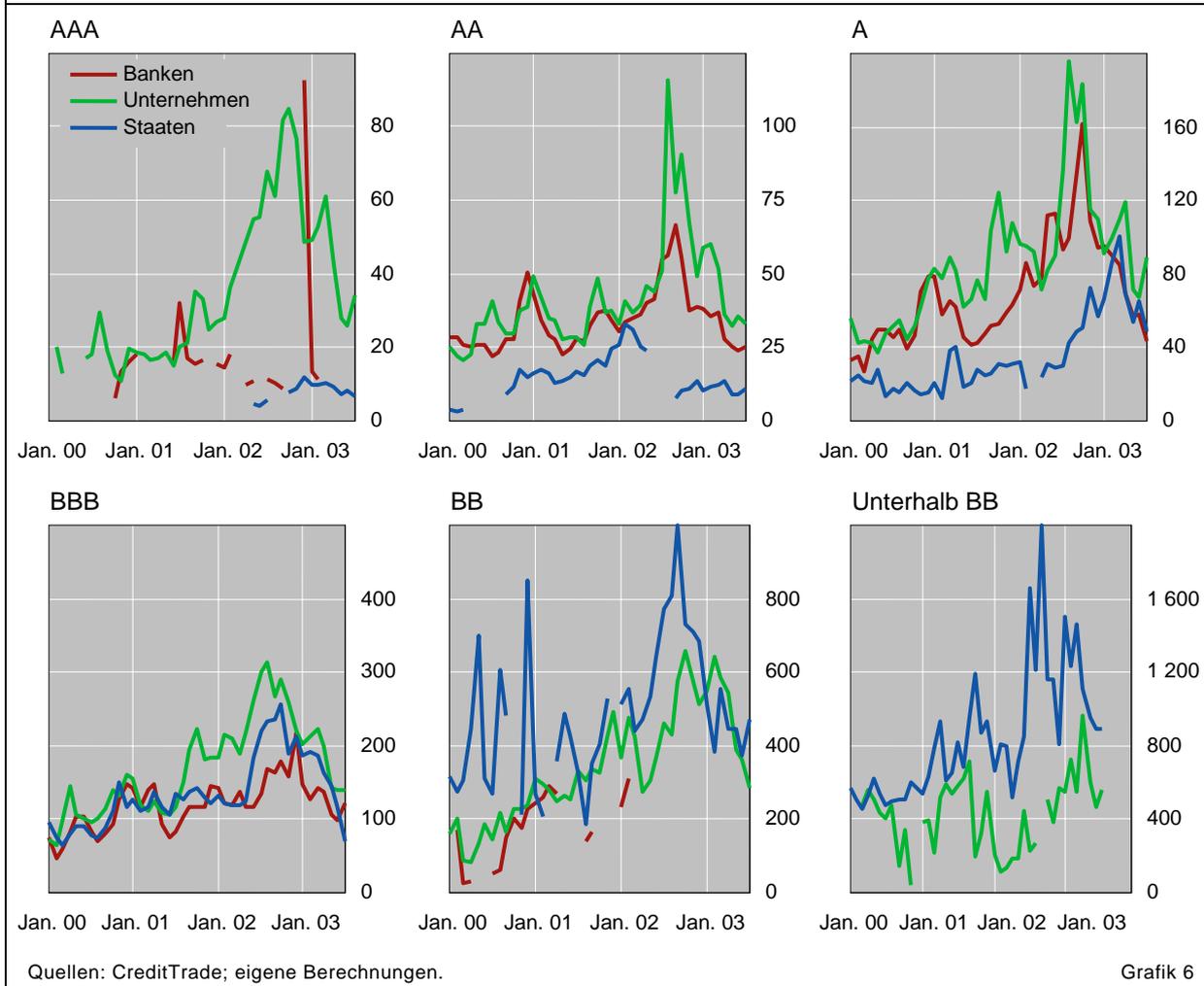
Wie oben ausgeführt, sollte die Prämie etwa dem Aufschlag des Referenz-Schuldtitels mit gleicher Laufzeit gegenüber dem risikofreien Zinssatz entsprechen. Deshalb ist zu erwarten, dass die Prämie im Querschnitt der zugrunde liegenden Referenz-Vermögenswerte in einer ziemlich engen Beziehung zu dem von den Rating-Agenturen gemessenen Kreditrisiko steht. Es besteht offenbar tatsächlich eine gleich bleibend negative Beziehung zwischen Bonitätseinstufungen und Prämien für CDS auf Staatsschuldtitel (Grafik 6).

Interessant ist die Frage, inwieweit die Prämien für CDS auf Staatsschuldtitel bei einer konstanten Bonitätseinstufung mit denen anderer CDS-Kategorien übereinstimmen. Mitte der neunziger Jahre stellten Cantor und Packer (1995) fest, dass Staatsanleihen mit einer niedrigeren Bonitätseinstufung gewöhnlich höhere Spreads aufwiesen als vergleichbare Unternehmensanleihen. Dieses stilisierte Faktum hat offenbar auch Jahre später für Anleihen mit Rating B und niedriger Gültigkeit. So liegt die Bloomberg Fair Market Curve (eine Best-fit-Kurve bei fehlendem Marktpreis) für auf US-Dollar lautende Staatsanleihen mit Rating B deutlich über der entsprechenden Kurve für auf US-Dollar lautende Industriefinanzen mit Rating B2. Gilt diese Diskrepanz auch für die Prämien von CDS? In Grafik 6 werden für die Zeit von Januar 2000 bis

Spread niedrig eingestufter Staatsanleihen gewöhnlich höher als Spread niedrig eingestufter Unternehmensanleihen ...

Prämien für 5-jährige CDS nach Bonität

Monatsdurchschnitt; Basispunkte



Juni 2003 die durchschnittlichen monatlichen CDS-Prämien aller Kategorien in sechs unterschiedlichen Rating-Klassen dargestellt.

Anhand der Grafik werden verschiedene Ergebnisse deutlich. Die in den oberen Rating-Klassen (A oder höher) notierten Prämien sind in der Regel für CDS auf Unternehmensschuldtitle durchweg höher als für CDS auf Staats-schuldtitle. Beispielsweise war 2003 der Spread für CDS auf Unternehmens-schuldtitle mit AAA-Rating etwa 30 Basispunkte höher als für CDS auf vergleichbar eingestufte Staatsschuldtitle. Im Falle von Schuldtitle mit einem Rating von AA bzw. A betrug der Unterschied rund 40 bzw. rund 50 Basispunkte.

Möglicherweise lassen sich diese Ergebnisse damit erklären, dass nur für wenige hoch eingestufte Staatsschuldtitle CDS-Notierungen verfügbar sind und dass die Vergleiche auf der Basis relativ weit gefasster Rating-Klassen vorgenommen wurden. So stellen zum Beispiel Deutschland und Frankreich bei den mit AAA eingestuft Referenz-Schuldtitle praktisch die gesamte Stichprobe der Notierungen. Stünde jedoch eine höhere Bonitätseinstufung als AAA zur Verfügung, dann dürften die Schuldtitle dieser beiden Staaten wohl höher

eingestuft sein. Dementsprechend fiel die Prämie für CDS auf staatliche Schuldner im Vergleich zur Stichprobe der Unternehmenskategorie natürlich niedriger aus. Auch im Fall der mit AA und A eingestuften Schuldner erklären möglicherweise die besonderen Eigenschaften der kleinen Stichprobe der Staatsschuldtitel, die den CDS zugrunde liegen, den Unterschied zwischen den Durchschnittsprämien in den verschiedenen Rating-Klassen.⁷

Bei der Betrachtung von Referenztiteln mit einer niedrigeren Bonitätseinstufung ändern sich die Ergebnisse. In den niedrigeren Rating-Klassen BBB und BB lassen sich praktisch keine Unterschiede zwischen den Prämien für CDS auf Staatsschuldtitel und jenen für CDS auf Unternehmensschuldtitel ausmachen. Dies deutet auf eine grössere Ähnlichkeit in der Preisgestaltung bei diesen CDS hin, als dies Mitte der neunziger Jahre festgestellt worden war. Allerdings sind CDS auf staatliche Referenz-Vermögenswerte mit einem Rating unter BB offenbar immer noch teurer, denn die durchschnittliche Prämie für CDS auf Staatsschuldtitel lag in dieser Rating-Klasse meistens deutlich über der Prämie für CDS auf Unternehmensschuldtitel. Für die niedrigsten Rating-Klassen, in denen Länder wie Argentinien, Brasilien und die Türkei massgebend vertreten sind, lässt sich das Argument vorbringen, dass der Markt sich über die Renditen im Falle einer Zahlungsunfähigkeit staatlicher Schuldner weniger sicher ist. Deshalb wird dort eine höhere Prämie als für CDS auf vergleichbar eingestufte Unternehmensschuldtitel verlangt.⁸

... und entsprechend auch meist höhere Prämien für CDS auf niedrig eingestufte Staatsschuldtitel

Zusammenfassung

CDS auf Staatsschuldtitel bilden einen kleinen, jedoch wachsenden Teil des CDS-Marktes. Nach einem Rückgang im Jahr 2002 haben die verzeichneten Notierungen für CDS auf Staatsschuldtitel 2003 kräftig zugenommen, wobei CDS auf Staatsschuldtitel aus den aufstrebenden Volkswirtschaften über 90% der Notierungen ausmachten. Eine Untersuchung der vorhandenen Notierungen für CDS auf Staatsschuldtitel legt nahe, dass der Handel in dieser Kategorie stärker auf einzelne Namen konzentriert ist als in den CDS-Kategorien Unternehmen oder Banken. Des Weiteren konzentriert sich die Laufzeit der Referenz-Vermögenswerte stärker auf das kürzere Ende. Dies entspricht dem relativen Anteil der niedrig eingestuften staatlichen Schuldner, die nur Schuldtitel mit kurzen Laufzeiten emittieren können.

⁷ Bei den Referenz-Schuldtiteln mit AA-Rating dominierten 2001 und im ersten Halbjahr 2002 Notierungen für CDS auf japanische Schuldtitel. Diese wurden 2003 durch Notierungen für CDS auf Staatsschuldtitel aus Italien, Belgien und Spanien abgelöst. Diese drei Länder haben eine Bonitätseinstufung von AA+, befinden sich also am oberen Ende der AA-Klasse. Japan ist ein Beispiel für ein Land, bei dem mehrfach die Vermutung geäußert wurde, dass seine Kreditwürdigkeit vom Markt höher eingeschätzt würde als von den führenden Rating-Agenturen. Ebenso lassen sich möglicherweise die niedrigeren Prämien für CDS in der A-Klasse dadurch erklären, dass Japan nach seiner Bonitätsrückstufung durch die Rating-Agenturen im zweiten Halbjahr 2002 und im Jahr 2003 grosses Gewicht in dieser Rating-Klasse hatte.

⁸ Um sicherzustellen, dass Ausreisser das Ergebnis nicht verfälschen, wurde auch die mittlere Prämie für jede Rating-Klasse in allen drei Schuldnerkategorien untersucht, was zu ähnlichen Resultaten führte.

Die Preisgestaltung von CDS auf Staatsschuldtitel im Vergleich zu den CDS auf Unternehmens- oder Bankschuldtitel unterliegt einer bemerkenswerten Asymmetrie in Abhängigkeit davon, ob die Referenz-Schuldtitel eine hohe oder eine niedrige Bonitätseinstufung aufweisen. Einerseits liegen die Prämien für CDS auf hoch eingestufte Staatsschuldtitel im Allgemeinen unter denen für CDS auf vergleichbar eingestufte Unternehmensschuldtitel. Ob dies mit Liquiditätsunterschieden begründet werden kann oder ob es einfach auf die kleine Stichprobe staatlicher Schuldner und die weit gefassten Rating-Klassen zurückzuführen ist, wird noch zu klären sein. Andererseits ist die durchschnittliche Prämie für CDS auf sehr niedrig eingestufte Staatsschuldtitel offenbar deutlich höher als bei CDS auf niedrig eingestufte Unternehmensschuldtitel. Dieses Ergebnis deckt sich mit der grösseren Unsicherheit des Marktes in Bezug auf die Renditen im Falle der Zahlungsunfähigkeit staatlicher Schuldner.

Bibliografie

British Bankers' Association (2002): *Credit Derivatives Report 2002*, September.

Cantor, R. und F. Packer (1995): „Sovereign credit ratings“, *Current issues in economics and finance*, Federal Reserve Bank of New York, Juni.

Dresdner Kleinwort Wasserstein Research (2002): *Credit default swaps: a product overview*, September.

Fitch Ratings (2003): *Global credit derivatives: a qualified success*, 24. September.

Hull, J., M. Predescu und A. White (2003): „The relationship between credit default swap spreads, bond yields and credit rating announcements“, *University of Toronto Working Paper*, Oktober.

J.P. Morgan (2001): *Emerging market credit derivatives*, November.

Xu, D. und C. Wilder (2003): „Emerging market credit derivatives: market overview, product analyses, and applications“, *Deutsche Bank Global Markets Research*, Mai.

Zhu, H. (2003): *An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the CDS market*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Manuskript, September.